

TAV Havalimanları Holding

2Ç25'te tek seferlik nakit dışı etkiden kaynaklı net zarar...

A. Can TUĞLU
Analist
atuglu@sekeryatirim.com

TAV Havalimanları Holding, 2Ç25'te, RT piyasa ortalama beklentisi olan €13mn net kar beklentisinin oldukça altında (Şeker: €18mn) €4,4mn net zarar açıklamıştır (2Ç24: €72,1mn net kar).

- Karlı şirketler için ödenen cari verginin artması & EUR/TRY artışının Ankara'daki duran varlıklar ve İzmir'de yatırım teşvikleri üzerindeki etkisi nedeniyle ertelenmiş vergi giderlerinin negatif etkisi,
- Artan kur farkı ve banka faiz giderlerindeki yükselişin net finansman giderlerinde yükselişe neden olması & yabancı para çevrim giderlerinde sert yükseliş,
- Yeni yatırımlar ve Ankara'da yeni imtiyaz kira döneminin başlaması nedeniyle yüksek amortisman gideri yazılması,
- Özkaynak yöntemi yatırımlarından yazılan değer kaybı nedeniyle geçen senenin aynı döneminde elde edilen net kar rakamı 2Ç25'te net zarara dönüşmüştür.

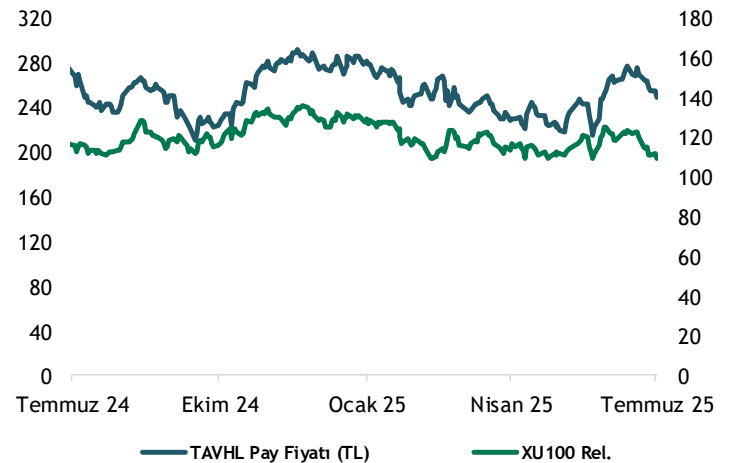
FAVÖK büyümesi, 2Ç25'te ciro büyümesinin üzerinde gerçekleşti... TAV'ın hizmet verdiği toplam yolcu sayısında sınırlı yükselişe rağmen (2Ç24: 28.8mn, 2Ç25: 29.9mn, yıllık +%3,8) Grup'un toplam satış gelirleri 2Ç25'te yıllık %8 artarak €445mn'a ulaşmıştır (2Ç24: €411,4mn) (RT Piyasa Ort.: €496mn, Şeker Y.: €461mn). Almatı'daki yeni ticari alanlar, Antalya'daki yeni yiyecek-içecek operasyonları, Katar'daki yeni TAV Teknoloji projesi, fiyat artışları ve yolcu başı gümrüksüz satış büyümesi sayesinde TAV bu çeyrekte yıllık %8'lik artışla satış gelirleri büyümesi kaydedebilmiştir. TAV Havalimanları 2Ç25'te yıllık %13'lük yükselişle €146,6mn FAVÖK (2Ç24: €129,3mn) elde edebilmiştir (RT Piyasa Ort.: €148mn, Şeker Y.: €144mn). Türkiye dışındaki havalimanlarındaki FAVÖK artışının pozitif etkisiyle (hizmetlerden Havaş ve BTA'nın pozitif katkısına paralel Gürcistan ve Almatı'nın olumlu katkıları) Şirket, 2Ç25'te yıllık %13'lük FAVÖK büyümesi elde etmiştir (Almatı Havalimanı, 2Ç25 FAVÖK rakamının %21'ini, €30,5mn, oluşturmaktadır). TAV Havalimanları'nın 2Ç25 sonunda net borcu; 2Ç24'e göre yatay seyrederek yıllık %2,3'lük artışla €1.778,7mn olarak gerçekleşmiştir (2Ç24: €1.738,5mn, 4Ç24 sonu: €1.722,8mn).

Yatırım Programları ve Beklentiler: Şirket, Antalya Havalimanı yeni terminalini yolcu trafiğine 2Ç25'te açmıştır. Yapılan yatırımlar sonucunda havalimanı **65mn** yolcuya hizmet verebilecek büyüklüğe ulaşmıştır. TAV, Ankara Esenboğa Havalimanı'nda yeni imtiyaz döneminin başlamasıyla daha yüksek tarifeler ve garanti yolcu/UFRYK12 sona ermesiyle 2024'te hizmet verilen yolcu sayısı ile eski imtiyaza göre daha yüksek gelir elde edilebileceğini ifade etmiştir. Şirket, 2025 yılında Ankara'nın **cirosunun yaklaşık €100mn** olmasını beklemektedir.

“AL”

Hedef Fiyat: 371,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 371,00 TL
Yükseliş potansiyeli: %49,3

	TRY	US\$	
Fiyat	248,50	6,14	
BIST 100	10.487	259	
US\$ (MB Alış):	40,49		
52 Hafta Yüksek:	293,25	8,4	
52 Hafta Düşük:	210	5,4	
Bloomberg/Reuters Kodu:	TAVHL.TI / TAVHL.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	363,3		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	90.275	2.229	
Halka Açık PD:	43.332	1.070	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-2,17	-7,71	-9,31
US\$ Getiri (%):	-4,03	-24,84	-21,07
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-12,26	-5,54	-14,99
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	597		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	16,4		
Beta	0,87		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,34		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,26		
Ortaklık Yapısı	%		
Tank ÖWA Alpha GmbH	46,12		
Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.	4,06		
Halka Açıklık	49,82		
Toplam	100		



Şirket, 2025 yılında net satış gelirleri için €1.750mn-€1.850mn aralığında, toplam yolcu trafiği için 110mn-120mn aralığında, dış hat yolcu trafiği için ise 75mn-83mn beklentisi bulunmaktadır. TAV, 2025 yılında €520mn-€590mn aralığında FAVÖK rakamı beklemektedir. Şirket, 2025 sonunda Net Borç/FAVÖK oranının 2.5-3.0 aralığında gerçekleşmesi beklentisine sahiptir. Şirket, 2025 yatırım harcamasını ise €140-€160mn + Almatı Yeni Yatırım Programı'na ayrılacak tutar olarak belirlemiştir (TAV, Almatı Yatırım Planı'nın 2025-2029 arasında 5 yıla yayılarak toplamda yaklaşık 300mn € olmasını beklemektedir).

AL önerimizi sürdürmekteyiz - 2Ç25 sonrası açıklanan operasyonel sonuçların beklentilere paralel, finansal sonuçların ise tek seferlik etki farkından kaynaklı net zarara neden olması nedeniyle Grup payları üzerindeki değerlememiz ile birlikte sonuçların hafif negatif olarak kısa dönemde hisse performansına etki yapabileceğini düşünüyoruz. Yapılan yatırımlar sonucunda yolcu terminal kapasitelerinde gözlemlenen büyümenin ve daha fazla yolcuya hizmet verilebileceğini de hesaba katarak yatırımların devam ediyor olmasını TAV için güçlü bir katalizör olarak kabul ediyoruz. Almatı Yatırım Programı'nın özkaynak hissedar kredisi gerekmeden, Almatı'nın faaliyetlerinden yarattığı nakitle ve proje finansmanı yatırım kredisi limitinden finanse edilmesi, Almatı'nın önümüzdeki dönemlerde de güçlü operasyonel sonuçlarını sürdürebileceği beklentisine işaret etmektedir. TAV; tarife artışı görüşmelerinde yolcu/hizmet başına alınan ücretlerde tarife artışı elde edebilirse, yatırım programının büyüyebileceğini ve daha büyük sermaye yatırımı gerçekleştirebileceğini belirtiyoruz. Ancak; özellikle kısa-orta vadede jeopolitik risklerin artması durumunda aşağı yönlü risklerin havacılık sektörü görünümünde bir nebze daha ağır basabileceği ihtimalini de ekliyoruz. Şirket için **hedef pay fiyatımız "371,00 TL" ve hedef fiyatımızın sunduğu getiri potansiyeli nedeniyle "AL" tavsiyemizi koruyoruz.** Şirket, hedef pay fiyatımız cari pay fiyatına göre %49,3 iskontolu işlem görmektedir.

Tablo 1: TAV Havalimanları Holding, Çeyreksele Yolcu Sayısı, Satış Gelirleri ve FAVÖK (€ mn)

Havalimanları	Yolcu Sayısı (mn)			Satış Gelirleri (€ mn)			FAVÖK (€ mn)			FAVÖK Marjı (%)		
	2Ç 2023	2Ç 2024	2Ç 2025	2Ç 2023	2Ç 2024	2Ç 2025	2Ç 2023	2Ç 2024	2Ç 2025	2Ç 2023	2Ç 2024	2Ç 2025
Ankara Esenboğa	3,05	3,44	3,43	11,2	16,6	18,6	3,1	8,6	9,3	27,4%	51,7%	50,1%
İzmir	2,71	3,08	3,15	20,8	24,8	26,9	14,4	15,8	16,8	69,2%	64,0%	62,2%
Gazipaşa	0,21	0,29	0,27	1,0	1,7	1,8	0,0	0,2	0,2	4,3%	13,3%	9,2%
Milas-Bodrum	1,12	1,26	1,23	8,9	10,8	10,7	6,2	6,9	6,0	69,4%	64,1%	56,1%
Tunus (Monastir & Enfidha)	0,61	0,79	0,87	9,0	12,6	14,3	4,4	7,2	9,4	48,8%	57,5%	65,7%
Gürcistan (Tiflis & Batumi)	1,01	1,44	1,63	23,2	32,9	35,9	16,3	25,7	28,5	70,4%	78,0%	79,3%
Makedonya (Üsküp & Ohrid)	0,84	0,82	0,90	11,3	11,7	13,9	5,9	4,9	7,3	52,3%	41,7%	52,4%
Almatı	2,28	2,75	3,03	98,0	114,4	119,4	20,9	19,5	30,5	21,4%	17,0%	25,5%
Hizmetler												
Havaş				59,6	75,6	80,8	18,1	21,4	22,4	30,4%	28,3%	27,7%
BTA				25,2	38,0	52,8	4,6	4,2	2,7	18,4%	11,1%	5,1%
Diğer				41,0	72,1	69,9	9,1	14,8	13,7	22,1%	20,6%	19,5%
Toplam				309,2	411,4	445,0	103,0	129,3	146,6	33,3%	31,4%	32,9%
Eliminasyon				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Konsolide				309,2	411,4	445,0	103,0	129,3	146,6	33,3%	31,4%	32,9%
ATU					76,4	105,2		6,5	8,8		8,5%	8,4%
TGS					80,0	79,0		9,9	7,4		12,4%	9,4%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

Tablo 2: TAV Havalimanları Holding, Finansal Tablolar, Gelir Tablosu (€ m)

Gelir Tablosu (€ m)	2Ç23	2Ç24	2Ç25	25/24 Yıllık %
Toplam Faaliyet Gelirleri	309,2	411,4	445,0	8,2%
Havacılık Gelirleri	132,1	159,8	163,8	2,5%
Yer Hizmetleri Gelirleri	73,3	93,1	103,0	10,6%
Gümrüksüz Mağaza İmtiyaz Gelirleri	14,9	18,6	23,4	25,4%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	30,1	44,6	54,4	22,1%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport Gelirleri	5,1	7,2	6,5	-9,8%
Alan Tahsisi ve Reklam Gelirleri	10,7	13,0	19,6	50,1%
Alan Tahsisi Gelirleri	8,3	9,6	10,5	10,0%
Kira Gelirleri	1,3	2,4	6,9	186,3%
Reklam Gelirleri	1,0	1,1	2,2	101,1%
Otobüs Hizmetleri Gelirleri	2,8	4,2	3,5	-15,0%
Lounge Hizmetleri	21,2	40,7	41,1	1,1%
Sadakat Kartı Gelirleri	0,2	0,9	1,0	12,5%
Prime Class Gelirleri	20,7	39,8	40,1	0,9%
Lounge Hizmetleri Gelirleri	0,3	0,0	0,0	
Yazılım Satışları	6,7	8,6	8,8	1,6%
Diğer Faaliyet Gelirleri	12,4	21,6	21,0	-2,7%
Güvenlik Hizmetleri Gelirleri	3,1	6,1	8,0	30,8%
Perakende Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Diğer Operasyonel Gelirler	7,6	13,0	10,7	-18,2%
Bilet Satış Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Operasyonel Finansman Gelirleri	0,2	0,1	0,0	
Gider Katılım Payı Gelirleri	0,9	1,0	0,9	-7,4%
Hotel Rezervasyon Gelirleri	0,5	1,4	1,4	4,4%
Faaliyet Giderleri	-206,2	-282,2	-300,4	6,5%
Yiyecek & İçecek Hizmetleri Giderleri	-10,0	-12,3	-14,9	20,8%
Verilen Hizmet Giderleri	-30,5	-45,3	-37,4	-17,4%
İnşaat Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Gümrüksüz Mağaza Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Yakıt Giderleri	-56,8	-63,9	-56,7	-11,3%
Personel Giderleri	-67,3	-106,2	-125,4	18,0%
İmtiyaz Kira Giderleri	-0,5	-0,3	-0,3	18,6%
Diğer Faaliyet Giderleri	-41,1	-54,1	-65,7	21,4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	0,1	0,1	2,0	1297,9%
FAVÖK	103,0	129,3	146,6	13,3%
Amortisman Giderleri	-29,5	-38,9	-49,3	26,9%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	22,0	11,7	-27,6	A.D.
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	95,6	102,1	69,7	-31,7%
Net Faiz Giderleri	-18,7	-10,8	-17,4	60,7%
Reeskont Faiz Gideri	-9,6	-7,8	-8,4	8,1%
FX	-4,8	-2,0	-18,6	836,6%
Diğer	-4,7	-1,2	-0,4	-63,3%
Net Finansal Gelirler	-37,8	-21,8	-44,8	105,9%
Monetary Position Gain	-0,9	2,4	0,2	-93,5%
Ödenecek Vergi	-10,5	-14,4	-9,0	-37,8%
Ertelenmiş Vergi	-6,2	7,5	-16,4	A.D.
Vergi	-16,7	-6,9	-25,4	266,1%
Devam Eden Faaliyetler Net Kar	40,2	75,8	-0,3	A.D.
Durdurulan Faaliyetler Karı	-0,1	0,0	0,0	A.D.
Ana Ortaklık Net Karı	37,8	72,1	-4,4	A.D.
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-2,3	-3,8	-4,1	7,9%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

Tablo 3: TAV Havalimanları Holding, Finansal Tablolar, Bilanço (€ m)

Bilanço (€ m)	6A23	6A24	6A25
TOPLAM VARLIKLAR	4.350,6	4.898,6	4.901,6
Dönen Varlıklar	721,9	986,1	847,2
Nakit ve Nakit Benzerleri	230,1	513,7	305,3
Kullanımı Kısıtlı Banka Bakiyeleri	53,3	33,5	75,5
Ticari Alacaklar	124,9	149,1	177,5
İlişkili Taraflardan Alacaklar	20,8	17,3	24,2
Stoklar	40,5	48,2	47,3
Finansal Varlıklar	84,3	59,7	58,8
Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar	168,0	164,4	158,7
Duran Varlıklar	3.585,8	3.911,6	4.053,6
Ticari Alacaklar	0,0	0,0	0,0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	77,9	104,0	153,6
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	687,7	738,0	665,7
Şerefiye	217,4	220,6	213,6
Maddi Duran Varlıklar	566,0	808,7	689,3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18,8	23,1	33,8
İmtiyaz Sözleşmelerinden Doğan Haklar	1.626,3	1.542,4	1.935,7
Kullanım Hakları	70,4	121,4	182,3
Derivative Financial Instruments			
Ertelenmiş Vergi Varlığı	23,4	54,4	50,4
Diğer Duran Varlıklar	247,7	243,9	96,2
TOPLAM KAYNAKLAR	4.350,6	4.898,6	4.901,6
Toplam Yükümlülükler	3.165,8	3.369,4	3.373,0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	820,5	1.042,5	1.091,8
Bankalar (Limit Üzeri Borçlar)	0,5	0,3	0,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	488,5	512,4	433,0
Ticari Borçlar	63,3	80,4	80,8
İlişkili Taraflara Borçlar	0,7	155,6	306,9
Türev Ürünler	0,0	0,0	0,0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9,4	9,1	10,3
Kısa Vadeli Karşılıklar	7,4	12,4	13,6
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	230,8	260,2	239,0
Ertelenmiş Gelirler	20,0	12,1	8,1
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	0,0	0,0	0,0
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,0	0,0	0,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.345,3	2.326,9	2.281,2
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.139,3	1.315,2	1.369,8
Ticari Borçlar	0,0	0,0	0,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	22,6	22,8	28,1
İlişkili Taraflar	455,0	300,0	0,0
Türev Ürünler	0,0	0,0	31,4
Diğer Yükümlülükler	613,4	581,9	735,6
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	91,1	85,5	92,1
Ertelenmiş Gelirler	14,0	16,1	18,6
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	9,8	5,2	5,7
ÖZKAYNAKLAR	1.184,7	1.528,9	1.528,2
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.166,0	1.511,1	1.511,4
Ödenmiş Sermaye	162,4	162,4	162,4
Paylara İlişkin Primler	220,3	220,3	220,3
Çevrim Farkları	-70,8	-82,3	-140,2
Kanuni Yedekler	122,0	122,0	122,0
Diğer Yedekler	-70,0	-74,3	-75,7
Hazine Yedekler	0,0	0,0	0,0
Nakit Akımı Riskten Korunma Yedekleri	45,1	47,0	43,6
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İşletmeler Payları Satın Alımı	40,1	40,1	40,1
Geçmiş Yıllar Karları	717,0	1.076,0	1.138,9
Net Dönem Karı / (Zararı)	0,0	0,0	0,0
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	18,7	17,7	16,8

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

Tablo 4: Özet Gelir Tablosu

€ mn	2Ç23	2Ç24	2Ç25	Yıllık % Değişim
Satış Gelirleri	309,2	411,4	445,0	8,2%
Havacılık Gelirleri	132,1	159,8	163,8	2,5%
Yer Hizmetleri	73,3	93,1	103,0	10,6%
Gümrüksüz Mağazacılık	14,9	18,6	23,4	25,4%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	30,1	44,6	54,4	22,1%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport	0,5	0,9	1,0	12,5%
Diğer Faaliyet Gelirleri	12,4	21,6	21,0	-2,7%
FAVÖK	103,0	129,3	146,6	13,3%
FAVÖK Marj	33,3%	31,4%	32,9%	1.5 yp
Net Kar*	37,8	72,1	-4,4	-106,1%
Net Kar Marjı	12,2%	17,5%	-1,0%	-18.5 yp

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

* Ana Ortaklık Payı

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com